

PERKEMBANGAN OBLIGASI SYARIAH (SUKUK) DI INDONESIA: ANALISIS PELUANG DAN TANTANGAN

Dede Abdul Fatah

Fakultas Agama Islam Universitas Azzahra
Jl. Jatinegara Barat, No. 144, Kp. Melayu, Jakarta Timur
E-mail: dedefatah@yahoo.com

Abstract: *The Development of Sharia Obligations (Sukuk) in Indonesia: an Analysis of Opportunity and Threat.* Sukuk is one of investment instruments that give investors opportunity to invest in Indonesia. Therefore, Sukuk can be used to develop economy and create society welfare. Such opportunity also comes with threat and obstacle, one of them is in social context in which law of SBSN creates inclusive market segmentation. Investors that bought the initial state sukuk are dominated by conventional institutions. Strategic steps are needed to be taken in order to optimize the opportunity. Socialization about sukuk giving knowledge and understanding to society is essential. It can be done by collaborating with many stakeholders such as experts, researchers, scientists and ulama.

Keywords: *Sukuk, investment, sharia.*

Abstrak: *Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan.* Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Namun peluang di atas bukan berarti tanpa tantangan dan hambatan, salah satunya dalam konteks sosial, UU SBSN sangat inklusif terhadap segmen pasar. Investor yang membeli Sukuk Negara perdana lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Salah satu inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan untuk mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen sukuk adalah melakukan sosialisasi guna memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan sukuk dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi Islam.

Kata kunci: sukuk, investasi, syariah.

Pendahuluan

Konsep keuangan berbasis syariah saat ini sedang tumbuh secara cepat. Asetnya saat ini diperkirakan menyentuh angka antara 1,3 Triliun dolar AS sebagaimana dilansir oleh lembaga pemeringkat “*Standard and Poor’s Rating Services*”. Bahkan di tahun-tahun mendatang diperkirakan akan tumbuh mencapai 2 triliun dolar AS. Hal ini menunjukkan bahwa *market share* dari lembaga keuangan syariah saat ini mencapai

3%, dan akan tumbuh lebih besar lagi di masa mendatang.¹

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Di beberapa negara sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang

¹ Center for International Finance & Development, diakses dari www.law.uiowa.edu/research/uicfdebook.php tanggal 20 November 2011.

penting. Pada tahun 2007 saja aset sukuk internasional sudah mencapai 70 miliar dolar AS. Beberapa negara seperti Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirat Arab, Qatar, Pakistan termasuk Indonesia, sudah menjadi *regular issuer* dari sukuk.²

Di Indonesia, pasar keuangan syariah termasuk sukuk tumbuh dengan cepat, meskipun porsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil. Untuk keperluan pengembangan basis sumber pembiayaan anggaran negara dan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syariah dalam negeri, pemerintah telah mengesahkan RUU tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). UU SBSN tersebut akan menjadi *legal basis* bagi penerbitan dan pengelolaan sukuk negara.

Disahkannya UU SBSN merupakan kesempatan bagi lembaga keuangan syariah untuk mengembangkan instrumen keuangan syariah lebih serius lagi terutama sukuk. Akan tetapi dengan disahkannya UU SBSN bukan berarti usaha kita untuk mengembangkan *sukuk* berhenti sampai di sini saja. Kita harus senantiasa berpikir kreatif dan inovatif dengan cara memonitor dinamika sukuk, peluang dan tantangannya terutama di negeri tercinta Indonesia.

Pengertian Sukuk

Sukuk bukan merupakan istilah yang baru dalam sejarah Islam, ia sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk merupakan bentuk jamak dari kata *shakk*.³ Ia digunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya.⁴ Namun

demikian, sejumlah penulis Barat yang memiliki perhatian terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab, menyatakan bahwa *shakk* inilah yang menjadi akar kata "*cheque*"⁵ dalam bahasa Latin, yang saat ini telah lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer.⁶

Secara terminologi *shakk* adalah sebuah kertas atau catatan yang padanya terdapat perintah dari seseorang untuk pembayaran uang dengan jumlah tertentu pada orang lain yang namanya tertera pada kertas tersebut. Secara singkat AAOFI mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.⁷

Menurut Zamir Iqbal dan Abbas Mirakhor, sukuk adalah representasi kepemilikan yang proporsional dari aset untuk jangka waktu tertentu dengan risiko serta imbalan yang dikaitkan dengan *cash flow* melalui *underlying asset* yang berada di tangan investor.⁸

Sementara itu, Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) mendefinisikan sukuk sebagai suatu surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa *bagi hasil*, *margin* dan *fee*, serta membayar kembali

² Mushtak Parker, UK Government Serious About Sukuk, Surat Kabar Saudia Arabia, Jum'at 27 April 2007.

³ Luis Ma'luf, *Al-Munjid fi al-Lughah wa al-A'lâm*, (Bayrût, Libanon; Dâr al-Masyriqi, 1986), h. 430.

⁴ M. Ayub, *Securitization, Sukuk, Fund Management*

Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions. Makalah yang dipresentasikan pada Konferensi Internasional tentang Ekonomi dan Keuangan Syariah yang ke-6, Jakarta, Indonesia, November, 21-24 2005.

⁵ Goitien, *Bankers and Account from the Eleventh Century A.D.*, h. 29; Partold, *Tarikh al-Turk fi Asia* (sejarah Turki di Asia), h. 121.

⁶ N.J. Adam, *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Makalah yang dipresentasikan pada Konferensi Internasional tentang Ekonomi dan Keuangan Syariah yang ke-6, Jakarta, Indonesia, November, 21-24 2005.

⁷ Sebagaimana dikutip Brosur tentang Sukuk oleh Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan.

⁸ Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor, *An Introduction to Islamic Finance*, (Singapura: John Wiley & Son (Asia) Pte. Ltd, 2007), h. 177.

dana obligasi pada saat jatuh tempo.⁹

Menurut Undang-Undang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sukuk adalah surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Pihak yang menerbitkan sukuk negara adalah badan hukum yang didirikan berdasarkan ketentuan undang-undang untuk menerbitkan sukuk. Asetnya adalah barang milik negara yang memiliki nilai ekonomis yang dijadikan sebagai dasar penerbitan sukuk negara.¹⁰

Secara umum, sukuk adalah kekayaan pendukung pendapatan yang stabil, dapat diperdagangkan dan sertifikat kepercayaan yang sesuai dengan syariah. Kondisi utama mengapa sukuk ini dikeluarkan adalah sebagai penyeimbang dari kekayaan yang terdapat dalam neraca keuangan pemerintah, penguasa moneter, perusahaan, bank, dan lembaga keuangan serta bentuk entitas lainnya yang memobilisasi dana masyarakat. Emiten atau pihak yang menerbitkan sukuk dapat berasal dari institusi pemerintah, perusahaan swasta, lembaga keuangan, maupun otoritas moneter.

Latar Belakang Munculnya Sukuk

Pada masa awal Islam, sukuk merupakan salah satu alat pembayaran gaji para pegawai negara. Dalam sejarah disebutkan bahwa khalifah 'Umar bin al-Khattab adalah khalifah pertama yang membuat sukuk dengan membubuhkan stempel di bawah kertas sukuk tersebut.¹¹

Penggunaan sukuk berkembang pada abad 4-5 Hijriyah (10-11 Masehi) di mana seorang pembeli dapat mengirim sukuk pada seorang pedagang. Pada sukuk tersebut tertulis nama barang yang diinginkan, harga barang, dan tanda tangan pembeli. Kemudian pedagang

tersebut mengirim barang yang diinginkan pembeli, ketika pedagang itu menemui atau menghubungi pembeli pada waktu yang telah ditentukan, maka ia menyerahkan sukuk tersebut pada pembeli, dan pembeli membayar sesuai dengan harga barang.¹²

Ibn Khaldun menyebutkan bahwa pemakaian sukuk bukan hanya di kalangan rakyat (swasta), tapi juga di kalangan pemerintah.¹³ Terkadang sukuk ini diserahkan ke *Bait al-Mâl*, para pedagang, atau para bendaharawan.¹⁴ Biasanya pada sukuk terdapat nama dan tanda tangan dua saksi yang berkualifikasi adil. Ibn Hauqal menyebutkan bahwa ia pernah menyaksikan sukuk senilai 240 ribu dinar antara dua orang saudagar yang disaksikan oleh beberapa orang yang berkualifikasi adil,¹⁵ dan terkadang pada sukuk tersebut juga tertulis penjamin pembayarannya, di mana ia bertanggung jawab untuk membayar jika penerbit sukuk tidak sanggup membayar.¹⁶

Pada masa kontemporer, kemunculan sukuk dilatarbelakangi oleh upaya untuk menghindari praktik riba yang terjadi pada obligasi konvensional dan mencari alternatif instrumen pembiayaan bagi pengusaha atau negara yang sesuai dengan syariah. Dengan didukung oleh munculnya fatwa ulama yang mengharamkan obligasi konvensional, seperti Fatwa *Majma' al-Fiqh al-Islâmî* 20 Maret 1990 dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSN-MUI/IX/2002 dan kebutuhan investasi jangka panjang, maka para ahli dan praktisi ekonomi Islam berijtihad untuk menciptakan sebuah produk atau instrumen keuangan baru yang bernama obligasi syariah atau sukuk.

¹² Goitien, *Bankers and Account from the Eleventh Century*, A.D, 1966, h. 29.

¹³ Ibn Khaldûn, *al-Muqaddimah*, jilid. 2, h. 812-813.

¹⁴ Goitien, *Bankers and Account from the Eleventh Century*, (A.D, J.E.S.H.O., 1966), Vol. IX, part I-II, h. 32.

¹⁵ Ibn Hauqal, *al-Masâlik wa al-Mamâlik*, (Mishr: Dâr al-'Ilm, 1999), h. 42.

¹⁶ Musthafâ Abdullâh al-Hamstari, *al-Aimâl al-Mashrifîyyah wa al-Islâm*, h. 21-22.

⁹ Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, (Jakarta: Bank Indonesia 2003), h. 200.

¹⁰ Undang-Undang SBSN tahun 2008.

¹¹ Al-Zubaidi, *al-'Irâq fî al-'Ashr al-Buwaihi* (Irak pada masa Daulah Buwaihi), h. 226.

Jenis Obligasi Syariah (Sukuk)

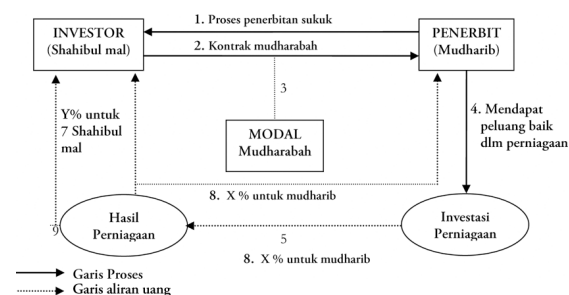
Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institution*) ada dua belas jenis sukuk¹⁷. Pengklasifikasian jenis sukuk ini mengikuti jenis-jenis pembiayaan dalam aset finansial yang disarankan oleh Islam. Berdasarkan kontrak aset finansial di pasar sekunder, Tariq menggolongkan sukuk dalam dua kategori yaitu:¹⁸

1. Sukuk yang Dapat Diperdagangkan.

Ada beberapa sukuk yang dapat diperdagangkan di antaranya: Pertama sukuk *mudhârabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudhârabah di mana satu pihak menyediakan modal (*rab al-Mâl*) dan pihak lain mempunyai keahlian (*mudhârib*), keuntungan dari kerjasama tersebut dibagi berdasarkan prosentase bagi hasil yang telah disepakati pada awal transaksi, dan kerugian yang timbul ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.¹⁹ Kedua sukuk *musyâarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.²⁰ Ketiga sukuk *ijârah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijârah* di mana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya

menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan priode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan aset. Sukuk *ijarah* dibedakan menjadi *ijârah al-Muntahiya bi al-Tamlik* (*Sale and Lease Back*) dan *ijarah Headlease and sublease*.²¹

Gambar 1:
Model Skim Sukuk Mudharabah²²



Keterangan Bagan

1. Penerbit memproses penerbitan sukuk mudharabah untuk keperluan mobilisasi modal dengan kadar tertentu;
2. Penerbit (sebagai *mudhârib*) dan investor (*shâhib al-mâl*) membuat kontrak mudharabah dengan perjanjian keuntungan yang disepakati (X:Y);
3. Atas kontrak tersebut, terkumpul sejumlah modal mudharabah;
4. Penerbit menanamkan modal pada proyek perniagaan sebagai peluang baik dalam alternatif perniagaan;
5. Atas investasi yang dilakukan *mudhârib* dapat menghasilkan keuntungan tertentu.
6. Keuntungan yang diperoleh dari aktivitas perniagaan tersebut dibagikan antara *shâhib al-mâl* dan *mudhârib* berdasarkan kesepakatan awal (X:Y);
7. Keuntungan untuk *shâhib al-mâl* bernilai Y %;
8. Keuntungan untuk *mudhârib* bernilai X %;

¹⁷ i) Certificates of ownership leased assets ii) Certificates of ownership of usufructs iii) Certificates of ownership of a specified supplier iv) Certificates of ownership of services to be made available in the future as per description v) Salam certificates vi) istisnaa certificates vii) murabahah certificates viii) participation certificates ix) muzara'a certificates x) Musaqat certificates xi) mugarasa certificates xii) concession certificates.

¹⁸ A. Tariq, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, (Loughborough, UK, Loughborough University, 2004), h. 76.

¹⁹ Sya'ban Muhammad Islam al-Barwary, *Pasar Modal Menurut Pandangan Islam*, (Kuala Lumpur: Jasmin Enterprise, 2007), h. 191.

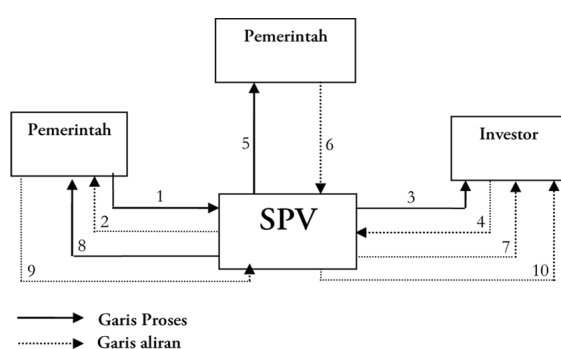
²⁰ Al-Barwary, *Pasar Modal*, h. 192.

²¹ Nathif J. Adam and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, (London: Euromoney Books, 2004), h. 8.

²² Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, (Jakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), h. 136.

9. Jika dalam investasi tersebut terjadi kerugian, kerugian ditanggung oleh *shâhib al-mâl*, sedangkan *mudhârib* menanggung kerugian tenaga dan manajemen.

Gambar 2:
Model Skim *Sukuk Ijarah*²³



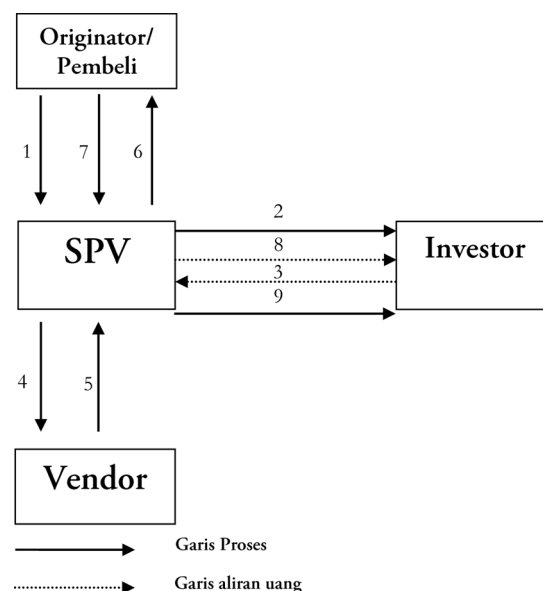
1. Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan tekad *bay' al-wafa'* (jual beli dengan janji akan membeli kembali barang yang dijualnya);
2. Pemerintah menerima bayaran tunai dari SPV sebagai harga aset (dengan demikian sekarang SPV sebagai pemilik aset);
3. SPV mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah dan menjualnya kepada investor;
4. Investor membayarnya dengan harga tunai kepada SPV;
5. SPV menyewakan aset kepada pemerintah dengan harga sewa tertentu;
6. Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV secara kwartal;
7. SPV membayar sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai pendapatan investor;
8. Pada masa *naturity*, SPV menjual kembali aset kepada pemerintah dengan nilai harga jual semula;
9. Pemerintah membayar tunai harga aset.
10. SPV menebus sukuk kepada investor dengan nilai harga yang sama.

²³ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, (Yogyakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), h. 121.

2. Sukuk yang Tidak Dapat Diperdagangkan

Sukuk yang tidak dapat diperdagangkan di antaranya: Pertama, *sukuk Istishna* dan atau *murâbahah*: kepemilikan utang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan *istishna* dan atau *urâbahah*. Sebagai contoh, pembangunan jalan yang menghabiskan dana sebesar US\$110 juta harus kembali tanpa adanya prinsip differensiasi dan diskon (*coupon*). Dana sejumlah ini dapat dibuat menjadi sertifikat utang yang tidak dapat diperdagangkan yang mirip dengan *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Sebagaimana disebutkan bahwa Islam melarang perdagangan utang, maka sertifikat ini tidak dapat diperdagangkan.²⁴ Kedua, *sukuk salam*: dalam bentuk ini, dana dibayarkan di muka dan komoditi menjadi utang. Dana juga dapat dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang. Sertifikat ini juga tidak dapat diperdagangkan.²⁵

Gambar 3:
Model Skim *Sukuk Murabahah*²⁶



²⁴ Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, (Jakarta: Kencana Pranada Media Group, 2007), h. 132-133.

²⁵ Mahmoud A. el-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*, (New York : Cambridge University Press, 2006), h. 114-115.

²⁶ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah* h. 132.

1. Originator sebagai calon pembeli suatu barang membuat persetujuan dengan SPV untuk membeli barang tertentu dengan menggunakan kontrak murabahah;
2. Berdasarkan persetujuan tersebut SPV mengeluarkan sertifikat sukuk murabahah dan menjualnya kepada investor;
3. Investor menyerahkan uang kepada SPV sesuai nilai harga sukuk murabahah;
4. SPV membeli barang yang dimaksudkan oleh pembeli dengan menyerahkan uang tunai sejumlah harga barang;
5. Penjual menyerahkan barang kepada SPV;
6. SPV menyerahkan barang kepada pembeli dengan akad murabahah;
7. Pembeli membayar harga secara angsuran;
8. SPV membayar sewa kepada investor sesuai kesepakatan;
9. Pada masa sertifikat sukuk matang, SPV menembus sukuk dari investor.

Di tahun 2004 AAOIFI mencatat bahwa sukuk al-Ijarah yang berdasarkan pada prinsip *leasing transaction* (transaksi sewa) adalah bentuk yang paling umum dan banyak digunakan oleh negara-negara Islam maupun non-Islam. Selain daripada itu juga terdapat sukuk *bithaman al-Ajil* yang berdasarkan pada prinsip murabahah, sukuk ini sangat populer di Malaysia, meskipun jarang ditemui di negara-negara Timur Tengah. Sedangkan untuk pembiayaan bagi pembangunan *real estate* sukuk *al-Istishna* yang paling banyak diminati oleh kalangan investor.²⁷

Karakteristik Sukuk

Terdapat beberapa karakter sukuk, di antaranya:

1. merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial*

title);

2. Pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan;
7. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maysir*;
8. Penerbitan melalui *special purpose vehicle* (SPV);
9. Memerlukan *underlying asset*;
10. Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

Sedangkan tujuan diterbitkannya sukuk adalah untuk memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara atau perusahaan, mendorong pengembangan pasar keuangan syariah, menciptakan *benchmark* di pasar keuangan syariah, diversifikasi basis investor, mengembangkan alternatif instrumen investasi, mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara atau perusahaan, dan memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjaring oleh sistem obligasi dan perbankan konvensional.

Kelebihan berinvestasi dalam sukuk Negara, khususnya untuk struktur ijarah adalah memberikan penghasilan berupa imbalan atau nisbah bagi hasil yang lebih kompetitif dibandingkan dengan instrumen keuangan lain, pembayaran imbalan dan nilai nominal sampai dengan sukuk jatuh tempo dijamin oleh pemerintah atau perusahaan, dapat diperjualbelikan di pasar sekunder, memungkinkan diperolehnya tambahan berupa margin, aman dan terbebas dari *riba* (*usury*), *gharar* (*uncertainty*), dan *maysir* (*gambling*), berinvestasi dengan mengikuti dan melaksanakan syariah.

Analisis Peluang dan Tantangan Pengembangan Sukuk di Indonesia

1. Peluang Pengembangan Sukuk di Indonesia

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi

²⁷ Umi Karomah Yaumudin, *Sukuk: Sebuah Alternatif Instrumen Investasi*, (Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008) h. 350-351.

investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

Sukuk di Indonesia, pertama kali diterbitkan oleh PT Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada bulan September tahun 2002 dengan nilai Rp 175 miliar. Langkah Indosat tersebut diikuti perusahaan-perusahaan besar lainnya. Nilai penerbitan sukuk korporasi hingga akhir 2008 mencapai 4,76 triliun. Sedangkan struktur sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh mudharabah sebesar Rp 740 miliar (88%), sisanya ijarah sebesar Rp 100 miliar (12%). Adapun periode 2004-2007 didominasi oleh ijarah sebesar Rp 2,194 triliun (92%), sisanya mudharabah sebesar Rp 200 miliar (8%).

Tabel 1 : Beberapa Emiten Sukuk Korporasi Indonesia Tahun 2008 ²⁸

No	Emiten	Nilai Nominal	Tanggal terbit	Jatuh Tempo	Rating	Trustee
1	Aneka Gas Industri	160 miliar	08-07-08	08-07-13	A3. id	Bank Mega
2	Indosat III	570 miliar	09-04-08	09-04-13	IdAA	BRI
3	Metrodata Electronics I	90 miliar	04-07-08	04-07-13	A3.id	Bank Mega
4	Summarecon Agung	200 miliar	25-06-08	25-06-13	IdA	Bank Mandiri
5	Bank Muamalat	314 miliar	10-07-08	10-07-18	A-	BNI
6	Mayora Indah	200 miliar	05-06-08	05-06-13	IdA+	Bank Mandiri

Enam sukuk yang sudah dipasarkan adalah sukuk *Ijârah* Aneka Gas Industri Indosat (Rp. 160 miliar), sukuk ijarah Indosat III (Rp. 570 miliar), sukuk ijarah Metrodata Electronics (Rp. 90 miliar), sukuk *Ijârah* Summarecon Agung (Rp 200 miliar), sukuk *Ijârah* Bank Muamalah (Rp 314 miliar), sukuk *Ijârah* Mayora Indah (Rp 200 miliar). Saat ini, pangsa pasar sukuk

memang belum besar. Menurut catatan PT Danareksa Sekuritas, *outstanding sukuk* baru tiga persen dari total pasar sukuk di Indonesia, sebanyak 97 persen lainnya masih dikuasai obligasi konvensional.

Dengan adanya sukuk, mereka memiliki alternatif investasi yang relatif aman dan *return*-nya cukup menggiurkan. Sebut saja misalnya sukuk Indosat, *return*nya saat ini sebesar 16 persen. Bahkan, pada periode awal, *return* sukuk Indosat mencapai 17,82 persen.

Setelah disahkannya UU SBSN tahun 2008, pemerintah menerbitkan *sukuk* sebesar Rp 15 triliun.²⁹ Penerbitan *sukuk* ini dilaksanakan sebagai bagian dari pembiayaan defisit anggaran dalam APBN tahun 2008. Penerbitan sukuk perdana ini telah dilaksanakan di dalam dan luar negeri. Besarnya sukuk sesuai dengan *underlying aset* yang dimiliki pemerintah senilai Rp 15 triliun. Pemerintah menggunakan jaminan berupa aset milik negara, seperti tanah dan bangunan. Pemerintah mendahulukan penerbitan sukuk di dalam negeri, setelah itu baru ke pasar internasional. Setengah penerbitan sukuk akan dilakukan di dalam negeri dan sisanya ke pasar internasional.³⁰

Keberadaan sukuk (surat utang berbasis syariah) dapat memperkuat kondisi ekonomi Indonesia dan menahan *bubble* ekonomi

²⁹ Pada tahun 2008 pemerintah telah menjual surat berharga negara berbasis syariah atau sukuk senilai Rp 15 triliun. Ini disebabkan nilai aset yang menjadi jaminan pemerintah untuk semua transaksi sukuk mencapai Rp 15 triliun. Selain itu, minat pelaku pasar modal terhadap sukuk sangat tinggi. Dengan demikian, sukuk pertama pemerintah terbit pada awal semester kedua 2008. Penerbitannya dibagi dua, separuh di dalam negeri dan separuh di pasar internasional. Karena jika menerbitkan Rp 15 triliun sekaligus ke pasar domestik saja, belum tentu terserap. Pada tahap awal Depkeu menerbitkan sukuk ijarah (atau sewa-menyewa aset). Ini mempertimbangkan ketersediaan aset jaminan pemerintah, berupa aset fisik Depkeu. Tahap selanjutnya diterbitkan sukuk yang digunakan untuk membiayai proyek (*istishnâ*). Namun, sukuk ini hanya diterbitkan setelah Badan Perencanaan Pembangunan Nasional memberi daftar proyek yang bisa dibiayai sukuk.

³⁰ "Depkeu Optimis Bisa Menjual Sukuk Rp. 15 Triliun" *Harian Umum Kompas* : Rabu, 09 April 2008.

²⁸ www.idx.co.id (diakses 15 Desember 2008).

karena akan memperbanyak portfolio mata uang asing selain dolar. Sukuk merupakan instrumen yang tepat untuk menysasar para investor Timur Tengah dengan memberikan alternatif pembiayaan sesuai syariat Islam.³¹ Saatnya Indonesia melakukan porfolio tidak hanya pada dolar saja, tetapi juga pada mata uang yang lain. Ini akan menambah porfolio mata uang asing di luar dolar.

2. Tantangan Pengembangan Sukuk di Indonesia

Dalam penerbitan sukuk di samping peluang juga ada tantangan dan masalah yang akan dihadapi, di antara tantangan dan masalah yang kita hadapi sekarang ini adalah, tidak ada standarisasi fatwa mengenai struktur produk-produk instrumen syariah dari masing-masing negara dan standar AAOIFI standard belum digunakan sebagai acuan oleh semua negara yang penduduknya mayoritas Muslim. Hal ini berdampak terhadap keengganan satu negara untuk berinvestasi melalui sukuk di negara lain, seperti keengganan beberapa

negara di Timur Tengah untuk melakukan investasi melalui sukuk di Malaysia. Dengan alasan ada beberapa *sukuk* di Malaysia yang masih menggunakan akad *ba'i al-Īnah* yang menurut pandangan mereka tidak diperbolehkan dalam sistem investasi syariah, hal ini terjadi juga di Indonesia yang mana ada beberapa emiten yang masih menggunakan akad *ba'i al-Īnah*, sehingga investor-investor asing khususnya dari kawasan Timur Tengah enggan untuk berinvestasi dalam bentuk sukuk di Indonesia. Masalah yang lain adalah, manajemen risiko atau pengelolaan risiko, seperti adanya risiko operasional dan risiko ketidakpatuhan pada prinsip syariah atau *shariah compliance risk*.³² Begitu juga perbedaan pada proses teknik dan konsep penyaringan (*stock screening*) instrumen investasi syariah yang berbeda di setiap negara, sehingga menyulitkan untuk menyatukan visi dan misi untuk suatu produk instrumen investasi syariah agar dapat di terima di semua negara.

Bukan hanya itu saja yang menjadi tantangan dan permasalahan sukuk ke depan, masih ada lagi tantangan yang harus kita hadapi dalam mengembangkan sukuk terutama di Indonesia, terutama kurangnya pemahaman masyarakat akan keberadaan sukuk. Hal ini menjadi permasalahan klasik yang bukan hanya terjadi pada sukuk saja, akan tetapi terjadi juga pada instrumen-instrumen investasi lainnya seperti saham syariah, reksadana syariah, asuransi syariah, pegadaian syariah dan lain sebagainya, terutama sistem bagi hasil yang hanya dikenal oleh kalangan pemodal saja.

Ketidakhahaman masyarakat terutama investor terhadap sukuk syariah, menimbulkan kecenderungan masyarakat (investor) dalam berinvestasi masih berorientasi pada ke-

³¹ Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk diyakini dapat menggantikan Surat Utang Negara (SUN) konvensional sebagai tulang punggung pembiayaan defisit anggaran ke depan.. "Jelas mungkin karena selain struktur sukuk yang lebih baik dari SUN konvensional, sukuk juga ditunggu investor Timur Tengah. Saya yakin begitu Indonesia menerbitkan sukuk, langsung terjadi perpindahan *petrodolar* dari bank-bank investasi di *Wall Street* ke Indonesia," kata Sofyan S Harahap, Direktur Program pascasarjana "Islamic Economics and Finance" Trisakti, seperti dikutip *Antara*. Menurutnya, struktur sukuk yang sangat transparan, baik *underlying asset*, penghitungan bagi hasil, maupun proyek yang dibiayai, akan membuat obligasi yang ditargetkan segera terbit pasca pengesahan UU SBSN lebih baik dari SUN konvensional. "Ini tidak seperti SUN konvensional yang masih banyak diwarnai spekulasi," jelasnya. Ditambahkannya, proyek yang bisa dibiayai sukuk sangat banyak di Indonesia, seperti Jembatan Selat Sunda, dan proyek infrastruktur lainnya sehingga lebih bisa mencapai tujuan pembangunan nasional. Lebih lanjut, Sofyan menjelaskan, pihaknya optimis pengesahan UU SBSN akan menjadi salah satu tonggak bersejarah bagi perkembangan pasar ekonomi syariah di Indonesia, dari yang saat ini memiliki pangsa pasar sangat kecil. "Untuk meningkatkan pangsa pasar perbankan syariah, pemerintah bisa mengkonversi Bank BRI sebagai bank syariah karena mereka sudah banyak berkecimpung di sektor riil," katanya. "Sukuk Bisa Gantikan SUN Konvensional" *Harian Umum Kompas: 16 April 2008*.

³² William Blair, *Legal Issues in the Islamic Financial Services*, makalah yang dipresentasikan pada seminar di Kuwait Tanggal 1-2 Maret 2005.

untungan (return) yang ditawarkan, sehingga mereka sering membandingkan dengan keuntungan yang ditawarkan obligasi konvensional, atau instrumen lainnya yang lebih menguntungkan. Keadaan ini diperparah dengan adanya ketidakjelasan dalam aspek operasional, karena belum ada standar baku untuk operasional dan ketentuan akuntansinya. Hal ini tentu menyebabkan kegamangan praktisi untuk mendukung pengembangan instrumen yang relatif baru ini. Selain itu ketentuan fikih versus hukum formal yang seringkali tidak sejalan.

Lahirnya UU SBSN memberi harapan kepada pelaku sukuk untuk mengembangkan sukuk di Indonesia, akan tetapi harapan ini hanya diamini oleh beberapa kalangan saja terutama pemerintah. Hal ini disebabkan oleh ketidakmampuan Undang-undang untuk menjangkau pengaturan sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Daerah dan korporasi. Sehingga negara terkesan hanya mementingkan dirinya sendiri, tanpa mengakomodir pelaku-pelaku sukuk lainnya terutama korporasi.

UU sukuk yang ada tidak mengatur mengenai mekanisme penyelesaian sengketa antar pihak dalam penerbitan dan/atau pengelolaan sukuk. Pada umumnya pelaku ekonomi syariah tak terkecuali sukuk telah terbiasa mempergunakan bentuk penyelesaian sengketa *non litigasi*, seperti negosiasi, mediasi, dan arbitrase. Hampir dalam semua akad sukuk mencantumkan klausul bahwa jika terjadi perselisihan akan menyelesaikannya secara musyawarah-mufakat dan berikutnya ke Basyarnas.

UU sukuk yang ada memiliki potensi multitafsir dan kurang proporsional, seperti masalah akad yang tidak bisa diperjualbelikan yang tercantum pada pasal 2 ayat 2. Penjelasan UU SBSN tidak merinci akad mana yang karena sifatnya tidak bisa diperdagangkan. Hal ini cukup beralasan karena pada penjelasan pasal 3 huruf f

dicontohkan beberapa bentuk kombinasi akad, sehingga kurang proporsional bila pasal yang lain yang lebih signifikan isi dan implikasinya tidak dijelaskan.³³

Dalam konteks sosial, UU SBSN sangat inklusif terhadap segmen pasar. Investor yang membeli Sukuk Negara perdana lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Tercatat dari total sukuk yang dijual pemerintah Rp 4,7 triliun, 90 persen investornya berasal dari lembaga keuangan konvensional. Di samping sebagai indikator konsepsi Islam dapat diterima oleh semua kalangan karena faktor profitabilitas dan diversifikasi yang dominan, hal ini menegaskan kurangnya partisipasi dan kontribusi lembaga-lembaga keuangan syariah di sektor moneter. Keadaan ini diantaranya disebabkan oleh adanya prudentialis, kurangnya likuiditas dan kreatifitas.³⁴

3. Inisiatif Strategis Pengembangan Sukuk di Indonesia

Untuk menjawab tantangan itu ada beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen sukuk ini antara lain:

Pertama, melakukan sosialisasi dalam rangka memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan sukuk dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi Islam. Kedua, melakukan upaya strategis dalam rangka menarik minat

³³ UU SBSN juga tidak memiliki akar yang kuat dalam sejarah perekonomian Indonesia. Sukuk, apalagi sukuk Negara, merupakan instrumen baru yang kurang populer di masyarakat *grass root* dan selanjutnya turut mempertajam pragmatisme posisi sosial kemasyarakatan mereka. Di tingkat ini kurangnya likuiditas, informasi-sosialisasi juga pendidikan turut menyebabkan minimnya partisipasi mereka. Hal ini sebenarnya juga disumbang oleh peran pemerintah yang tidak maksimal dalam membangun SDM.

³⁴ www.kompas.com. Diakses 10 Desember 2008

investor, terutama yang masih bersikap pragmatis, yaitu mereka yang mempunyai orientasi keuntungan semata. Selama ini sukuk hanya dianggap sebagai "*the second best choice*", dengan mempertimbangkan lebih dahulu pilihan-pilihan yang lain. Ketiga, meningkatkan kinerja sukuk agar tidak kalah dengan obligasi konvensional. Keempat, mengantisipasi berbagai risiko yang dapat ditimbulkan akibat dari skim sukuk sebagai sebuah *investment tools* yang relatif baru. Dengan menerapkan prinsip manajemen risiko terutama dalam kerangka utang serta memberikan strategi swap suku bunga, maupun nilai tukar dapat digunakan sebagai solusi untuk dapat diterapkan dalam manajemen risiko sukuk.

Kelima, pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan sukuk. Keenam, Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan sukuk maupun *project financing* secara syariah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan. Berikutnya setelah kelengkapan terpenuhi, dalam rangka pembangunan infrastruktur, pemerintah perlu merealisasikan penerbitan obligasi syariah pemerintah (lokal dan internasional), selain itu korporasi BUMN terutama BUMN infrastruktur perlu segera merespon peluang tersebut. Pemerintah, korporasi BUMN dan juga Swasta perlu menyadari potensi industri keuangan syariah (terutama global) yang sedang tumbuh sangat cepat dan sedang kelebihan likuiditas sekarang ini.

Ketujuh, dalam hal aspek perpajakan dibutuhkan kebijakan yang jelas dan mendukung, juga insentif yang memadai. *Securities Commission Malaysia* misalnya, memberikan insentif pajak yang menarik untuk penerbitan obligasi syariah. Di mana,

biaya yang dikeluarkan terkait emisi obligasi syariah menjadi pengurang pajak. Begitu juga dengan pendapatan dari obligasi syariah bebas pajak. Belum lagi pembayaran zakat untuk obligasi syariah juga dihitung sebagai pengurang pajak. Hal ini menjadikan sukuk Malaysia sangat diminati investor internasional.³⁵

Penutup

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar akan sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

Akan tetapi peluang di atas bukan berarti tanpa tantangan dan hambatan, salah satunya dalam konteks sosial, UU SBSN sangat inklusif terhadap segmen pasar. Investor yang membeli Sukuk Negara perdana lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Tercatat dari total sukuk yang dijual pemerintah Rp 4,7 triliun, 90 persen investornya berasal dari lembaga keuangan konvensional. Hal ini di antaranya disebabkan oleh kurangnya partisipasi dan kontribusi lembaga-lembaga keuangan syariah disektor moneter.

Salah satu inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen sukuk ini adalah melakukan sosialisasi dalam rangka memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan sukuk

³⁵ Sigit Pramono, dkk, *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*, Ttp.: Tnp. h. 23-24.

dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi Islam.

Pustaka Acuan

- A. Tariq, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, UK: Loughborough University, 2004
- Adam, N.J., *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper Presented at 6th international Conference on Islamic Economics as Finance, Jakarta, Indonesia, November, 21-24 2005
- Adam, Nathif J. and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, London: Euromoney Books, 2004
- Barwary, al-, Sya'ban Muhammad Islam, *Pasar Modal Menurut Pandangan Islam*, Kuala Lumpur: Jasmin Enterprise, 2007
- Blair, William, *Legal Issues in the Islamic Financial Services*, makalah yang dipresentasikan pada seminar di Kuwait Tanggal 1-2 Maret 2005
- Brosur tentang Sukuk oleh Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, Jakarta: Bank Indonesia 2003
- El-Gamal, Mahmoud A., *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*, New York : Cambridge University Press, 2006.
- Global Financial Report*, April 2007
- Goitien, *Bankers and Account from the Eleventh Century A.D*, hal 29, J.E.S.H.O. Vol. IX, part I-II, 1966, Partold, Tarikh al-Turk fi Asia (sejarah Turki di Asia).
- Hamstari, al-, Musthafâ 'Abd Allâh, *al-A'mâl al-Mashrifyyah wa al-Islâm*.
Harian Umum Kompas: 16 April 2008.
- Harian Umum Republika: Rabu, 09 April 2008
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Kencana Pranada Media Group, 2007
- Ibn, Hauqal, *al-Masâlik wa al-Mamâlik*. Ttp.: Tnp. tt.
- Iqbal, Zamir & Abbas Mirakhor, *an Introduction to Islamic Finance*, Singapura: John Wiley & Son (Asia) Pte. Ltd, 2007
- Khaldun, Ibn, *al-Muqaddimah*.
- Lembaga pemeringkat (Standard an Poor's services) seminar tentang "Islamic Finance's Global Expansion" pada bulan April 2007
- Lembaga pemeringkat (Standard an Poor's services) seminar tentang "The Islamic Finance Industry Come to an Age" pada bulan Oktober 2007
- M. Ayub, *Securitization, Sukuk, Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions*. Paper presented at 6th international Conference on Islamic Economics as Finance, Jakarta, Indonesia, November, 21-24 2005
- Ma'luf, Luis, *Al-Munjid fi al-Lugah wa al-A'lâm*, Beirut, Libanon; Daru al-Masyriqi, 1986
- Parker, Mushtak, "UK Government Serious About Sukuk, Surat Kabar Saudia Arabia, Jum'at 27 April 2007
- Pramono, Sigit, dkk, *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*. Ttp.: Tnp. tt.
- Undang-Undang SBSN tahun 2008

Wahid, Nazaruddin Abdul, Sukuk: Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah, Jakarta: Ar Ruzz Media, 2010

www.bisnis.com (diakses 15 Desember 2008)

www.idx.co.id (diakses 15 Desember 2008)

www.investorindonesia.com (diakses 15 Desember 2008)

Zubaidi, al-, *al-'Irâq fî al-'Ashr al-Buwaihi* (Irak pada masa Daulah Buwaihi).

www.kompas.com (diakses 10 Desember 2008)

Yaumudin, Umi Karomah, *Sukuk: Sebuah Alternatif Instrumen Investasi*, Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008